

# 世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 忝村 秀樹

## 目 次

1. 世界経済の現状
2. 世界経済の展望
  - (1) 先進国は潜在成長ペース
  - (2) 新興国は内需主導型に
  - (3) 中国の牽引力が低下
  - (4) 回復する設備投資
  - (5) 2018～2019年の世界経済見通し
3. リスク要因は金融政策正常化

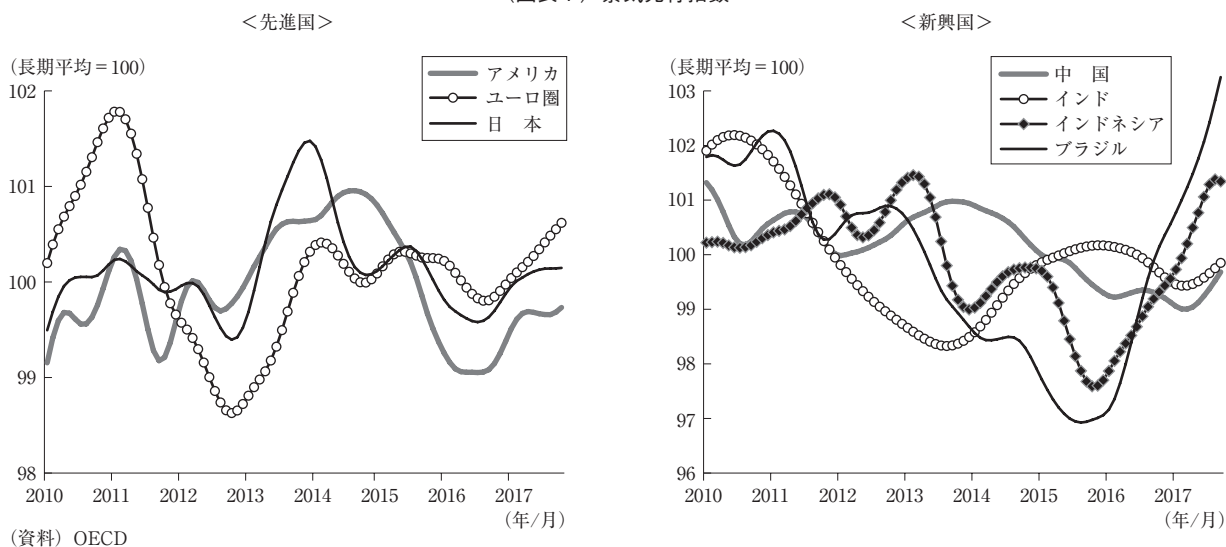
## 要 約

1. 世界景気はほぼすべての地域にわたって回復傾向にある。マーケットでも株高・低金利が続いているほか、資源価格も落ち着いた動きで、世界景気を下支えしている。
2. 先行きを展望すると、先進国は、家計部門・企業部門に支えられて、潜在成長率を若干上回るペースの回復が続く見通しである。ただし、ブレグジットのマイナス影響が顕在化するイギリスは低めの成長にとどまる。金融政策は、アメリカがいち早く正常化を進めるほか、ユーロ圏も正常化に踏み切ると予想される。この結果、為替相場は緩やかな円安基調になろう。
3. 新興国も回復傾向が持続する。とりわけアジア諸国では、インフラ投資や個人消費の拡大を受けて、内需の牽引力が高まる方向にある。安定したマクロ経済運営も景気の追い風となる。成長鈍化が見込まれる中国も、持続可能な成長ペースに軟着陸すると予想される。
4. もっとも、中国が世界経済を牽引する力は低下傾向にある。中国で、対内投資の拡大、内製化、経済のサービス化が進んだため、財の輸入に大きく依存することなく成長できる体質に変化したことが原因である。また、投資主導型成長から脱却する過程で、中国の成長ペースは中長期的に低下する見通しである。かつての日本・韓国のように、過剰投資の調整が一気に進んで、経済が下振れるリスクも排除できない。
5. 一方、世界的にみて、設備投資の牽引力が高まることは明るい材料である。これは、世界的な需要拡大と企業業績の回復を受けて、企業マインドが改善していることが背景にある。GDPに占める設備投資の比率はまだ上昇余地があるため、今後も設備投資は増加が続くと予想される。設備投資の持ち直しは、需要面から景気を押し上げるだけでなく、資本装備率の上昇を通じて労働生産性の低下にも歯止めをかける可能性がある。
6. 先進国・新興国ともにおおむね底堅い回復を続けるため、世界経済は3%台後半の緩やかな成長を続けると見込まれる。足元の景気拡大は、極端な過熱感を伴わない「適温経済」が特徴であるため、持続性が期待できよう。
7. リスク要因としては、米欧の金融政策正常化に伴うマイナス影響が挙げられる。中央銀行が資産規模を抑制・縮小し、利上げを進める結果、長期金利に上昇圧力がかかることになる。これが、潜在成長率と期待インフレ率が低下するなか、予想以上の引き締め効果をもたらす恐れがある。また、国際的なマネーフローを通じて、新興国景気にマイナス影響を及ぼす可能性もある。

## 1. 世界経済の現状

2017年は、世界経済全体に持ち直しの動きが広がった1年であった。景気の方向感を表すOECD景気先行指数をみると、先進国・新興国ともに上昇傾向が続いている（図表1）。ただし、先進国と新興国では回復の勢いに若干の違いがみられる。日米を中心に、先進国では全般的に景気回復ペースは緩やかにとどまっている。それに対して新興国では、ブラジル、インドネシアなど、景気回復に勢いを感じさせる国が増えてきている。

（図表1）景気先行指数



足元の実体経済をみると、まず先進国では、日米欧ともに緩やかな回復傾向が続いている。アメリカでは、夏場に襲ったハリケーンの影響が懸念されたものの、7～9月期の実質GDPは前期比年率+3.3%という高めの成長率となった。雇用・所得環境の改善が続いたことに加え、企業収益の回復に連動して設備投資にも持ち直しの動きがみられるようになった。政治不安を抱える欧州でも、ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率が同+2.5%と、高めの成長が続いている。輸出の回復を受けて製造業PMIが6年ぶりの高水準となるなど、企業部門の回復が顕著である。日本でも、8月の天候不順などの下振れ要因を跳ね返して、7～9月期の実質GDPは同+1.4%となった。これで7四半期連続のプラス成長であり、アベノミクス開始とともに始まった景気回復期間も5年を超えることになった。

新興国でも、金融・財政政策の効果や堅調な内需、世界経済の持ち直しを受けた輸出の増加などを背景に、総じて回復傾向にある。とりわけ、世界的なIT需要の持ち直しは、電子部品や完成品を供給しているアジア諸国の製造業生産と輸出を拡大させることになった。また、資源価格の底打ちなどを受けて、マイナス成長が続いていたブラジルもプラス成長に転換している。減速トレンドを続けていた中国でも、政策効果や民間需要の持ち直しなどにより、2017年前半の成長率は加速することになった。2017年通年でも、中国は政府目標を上回る成長を達成する可能性が高い。こうした状況のなかで、唯一、高額紙幣廃止やGST（物品・サービス税）導入のマイナス影響が残ったインド経済は、回復感に乏しい状態が続くことになった。

2017年は、マーケットにも明るい動きが広がった1年であった。日米欧の株価は、2012年ごろに始まった上昇トレンドが2015年前後にいったん頭打ちとなったものの、2016年ごろから再び上昇に転じた（図表2）。2017年入り後は上昇に一段と弾みがつき、ハイペースな上昇が警戒されながらも、米独などでは過去最高値を更新し続けた。こうした株高は、資産効果を通じて日米欧の消費市場にプラス影響を及ぼしている。また、金融市場も景気の追い風となった。各国で金融緩和姿勢が維持されたほか、懸念されていたアメリカでの利上げ姿勢もそれほど前のめりではなかったことから、短期・長期金利はおおむね低水準で推移した。アメリカ大統領選後に生じた新興国からの資金流出も収束し、国際的なマネーフローが安定したことも、新興国景気にプラスに作用した。

資源価格の落ち着きも、物価安定を通じて景気を下支えする一因となった。景気動向に敏感に反応する銅・ニッケル価格は、世界需要の回復を受けて2016年後半からやや上昇している（図表3）。しかし、それ以外の原油・鉄鉱石などの資源価格は、総じて低水準で推移している。とりわけ、実体経済への影響が大きい原油価格は、OPECの減産姿勢などを受けて1バレル＝

60ドル近くまで強含んだものの、米シェールオイルの供給増、再生可能エネルギー発電や環境対応車の普及といった構造変化も進んでいるため、2014年以前の水準に比べれば低位にとどまっている。

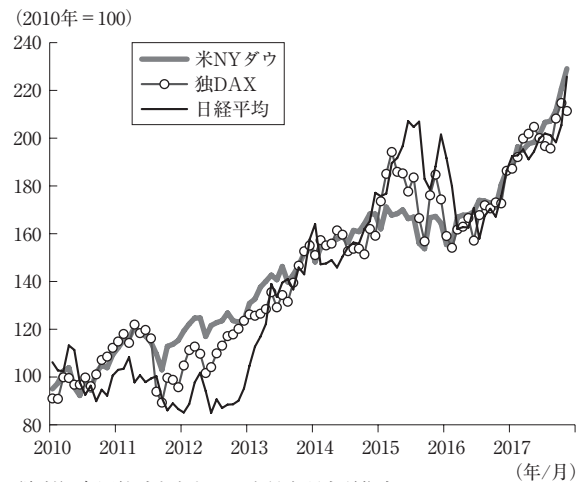
## 2. 世界経済の展望

2018～2019年の世界経済も、おおむね足元の回復の構図が維持され、緩やかに景気拡大が続く見通しである。もっとも、そうしたなかでも、いくつかの潮流変化が生じていることには注意が必要である。

### (1) 先進国は潜在成長ペース

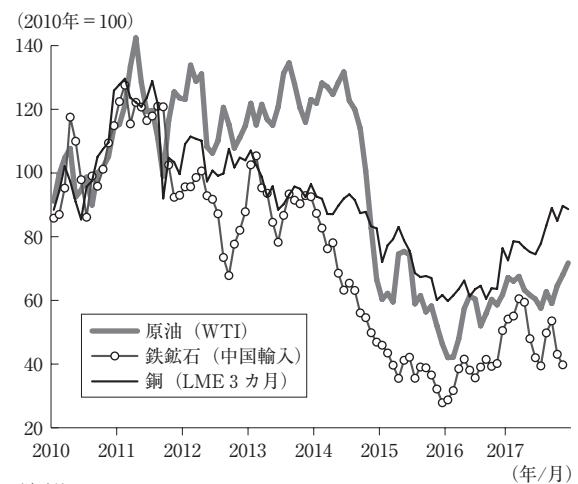
まず、先進国を展望すると、家計部門と企業部門に支えられて、潜在成長率を若干上回るペースの回復が続くと予想される（図表4）。2018～2019年の成長見通しを比較すると、人口増加率の違いによって、最も高い成長となるアメリカから、最も低成長の日本まで、大きなバラツキが生じる。しかし、一

（図表2）日米欧の株価指数



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

（図表3）ドル建ての資源価格



（資料）Bloomberg L.P.

人当たりGDPで見れば、そろって1%台半ばの堅調な成長率を維持することになろう。これをみる限り、「緩やか」という枕詞付きで紹介されることが多い日本の成長率も、決して米欧諸国に見劣りしているわけではないと判断できる。ただし、ブレグジット交渉の先行き不透明感で景気下振れ圧力が高まるイギリスは、他の先進国に比べても明らかに低い一人当たりGDP成長率にとどまる。

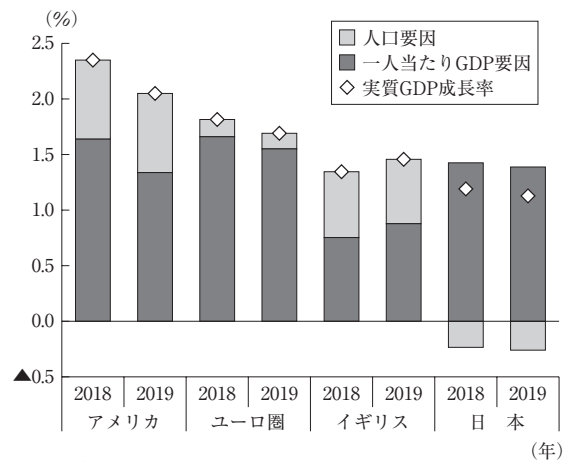
部門別にみると、まず家計部門は、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調に推移する見通しである。日米欧に共通しているのは、①良好な雇用環境、②低めの賃金上昇率、③低いインフレ率、の3点である。雇用環境は、日米欧ともに失業率がかなり低い水準まで下がっており、やや逼迫感が始めている状況である。しかし、雇用の拡大が低賃金労働者に偏っていることなどもあって、マクロの賃金上昇率はなかなか高まってこない。失業率と賃金上昇率との関係をとったフィリップス曲線を見ても、足元の賃金上昇率は過去のトレンドを下回って推移している。このように、賃金の伸びは緩やかにとどまるものの、堅調な雇用環境が下支えするかたちで、雇用者所得は今後も緩やかに増加するとみられる。さらに、弱い賃金上昇や商品価格の落ち着きなどもあって、インフレ率は中央銀行の目標を下回って推移している。

今後、物価上昇に伴う購買力押し下げ圧力はそれほど高まらないため、日米欧の実質所得は増勢を維持すると予想される（図表5）。

企業部門も景気を下支えする。過去5年間、世界経済を悩ませてきたスロートレードの動きが一巡しているため、世界景気の回復に連動して輸出の増加が期待できる（図表6）。ただし、足元までの貿易取引の拡大が急ピッチであったため、日米欧の輸出の増勢は徐々に鈍化する可能性が高い。また、日米欧とも企業収益が大幅に回復していることを受けて、設備投資も持ち直し傾向が明確化している。こうした日米欧の企業活動の活発化は、新興国景気にもプラス影響を及ぼしている。先進国では生産活動の盛り上がり連動して輸入も増加しており、これが新興国の輸出拡大につながっている。

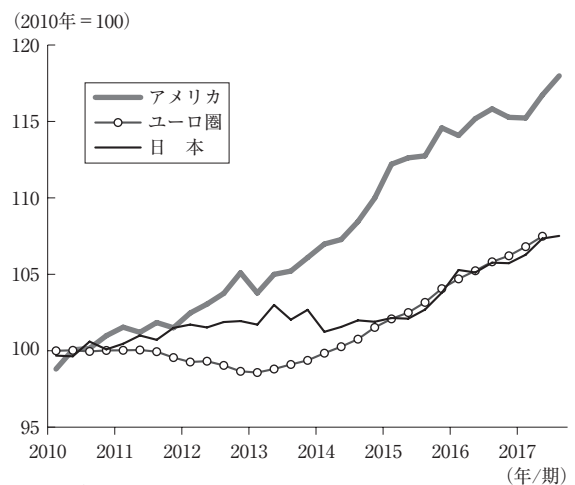
政府部門では、アメリカの財政政策が最大の焦点である。当初は、10年間でGDPを3.5~3.7%押し上げるほどの大規模な税制改革が計画されていた。もっとも、議会での交渉は難航が予想されているため、このままのかたちで実現する可能性は小さい。今回の見通しでは、減税規模は大幅に圧縮されて、2018

（図表4）日米欧の成長率見通し



（資料）各国統計、国連をもとに日本総合研究所作成

（図表5）日米欧の実質雇用者報酬



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成

年から実施されるという想定を置いた。この結果、2018年のアメリカの成長率はやや上振れるものの、2019年には再び潜在成長率に近いペースまで減速するという展開を予想している。

一方、金融政策では日米欧で進路が分かれることになる。アメリカでは、堅調な景気回復を受けて、いち早く金融政策の正常化に向かっていく。すでにFRBは資産規模の縮小を進めているほか、政策金利も段階的に引き上げていく計画である（図表7）。今後は、物価上昇圧力の高まりを確認しながら、年2回のペースで利上げを行い、中立金利とみられる2.5%に達する2019年後半に政策金利の正常化を完了させると予想される。ユーロ圏でも、ECBは資産買入の減額を進めており、2018年中には買入規模をゼロに戻す公算が大きい。ユーロ圏の物価上昇率がまだ弱いため、利上げに転じるタイミングを計るのは難しいものの、現在の景気回復が持続すれば、2019年には利上げの環境が整うことになろう。一方、インフレ圧力が弱い日本では、イールドカーブ・コントロールとオーバーシュート型コミットメントを2本軸とする緩和姿勢を維持するとみられる。

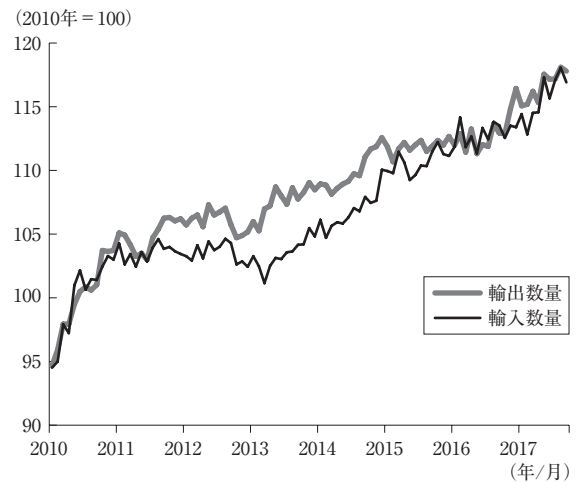
こうした日米欧の金融政策の違いを受けて、為替相場は緩やかな円安基調になると予想される。ただし、すでにある程度までは相場に織り込まれているため、米欧の正常化だけで為替相場が大きく動く公算は小さい。しかし、相対的にみれば、通貨安になる日本では景気にプラスに働き、通貨高になるアメリカとユーロ圏では景気を若干抑え込む働きを持つことになろう。

## (2) 新興国は内需主導型に

新興国も内外需要の回復を受けて、持ち直し傾向が続くことになる。先述したように先進国の輸入の増勢が高まる見通しであり、その分、新興国の輸出も拡大すると予想される。しかし、新興国が再び輸出依存型の成長モードに入るわけではない。成長率に対する輸出寄与度が高まる見通しではあるが、その一方で、国内経済に大きな構造変化も起きている。

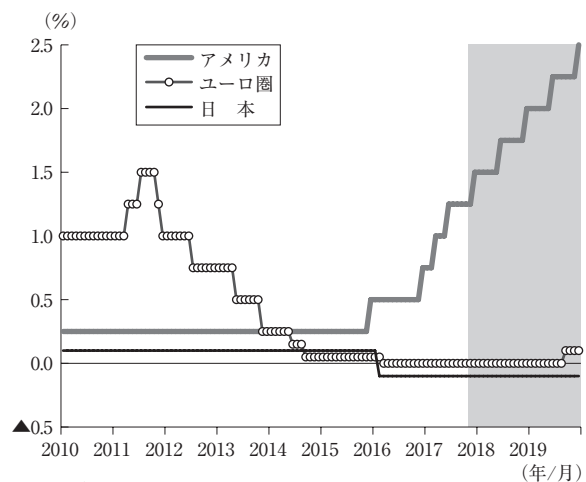
それは、とりわけアジア新興国の企業部門で顕著に観察できる。アジア新興国の鉱工業生産は高めの

(図表6) 先進国の輸出入



(資料) Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

(図表7) 日米欧の政策金利見通し



(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成

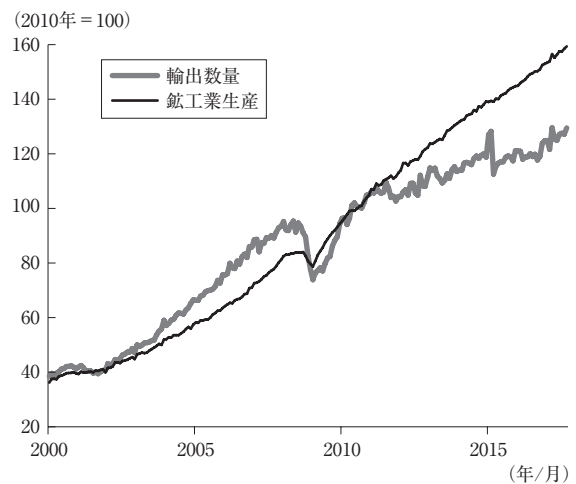
伸びを続けている（図表8）。リーマン・ショック時に一時的に減少したことはあったが、基本的には一本調子の高い伸びである。もっとも、リーマン・ショックの前後で大きな変化が起きている。2000年代は鉱工業生産の伸び以上に輸出が増加したことから分かるように、鉱工業生産の拡大は輸出に牽引されたものであった。しかし、2010年代入り後は、輸出の伸びが鉱工業生産を下回って推移するようになった。これは、鉱工業生産の拡大が、輸出以外の需要、すなわち内需に牽引されるようになったからである。アジア新興国の企業活動が、輸出主導型から内需主導型にシフトしつつあることを示している。

こうした内需拡大の原動力は、インフラ投資と個人消費である。まずインフラ投資については、アジア新興国全体にわたって、必要とされる投資水準を満たしていない。アジア開発銀行の推計によれば、2020年までに不足するインフラ投資額は、中国を除くアジア新興国でGDPの5%に達する。この分は、自国内での歳出拡大、海外からの資金援助、PPP（官民パートナーシップ）などにより賄っていくことになる。

しかし、インフラ投資以上に注目されるのは、個人消費の牽引力が高まってきたことである。GDPに占める個人消費のシェアをみると、輸出・投資主導型の成長路線をとった2000年代は低下傾向を続けてきた（図表9）。しかし、2010年代入り後にはほぼすべての国で上昇に転じ、個人消費の景気牽引力が高まる方向にある。この背景には、所得水準の向上による中間層の台頭などにより、消費市場が急拡大していることがあると考えられる。例えば、所得水準との連動性が高いといわれる自動車販売は、アジア諸国で着実に拡大している。インドネシア、フィリピン、ベトナムをはじめ、アジア新興国の所得水準はまだ低く、人口増加率も高いため、今後も中長期的に消費市場が拡大することが期待される。

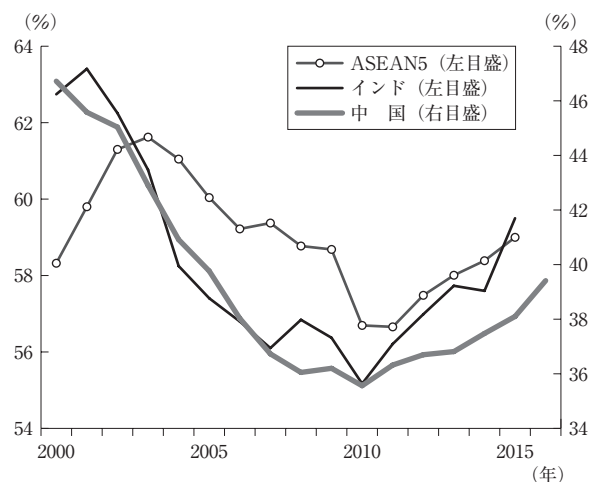
政策面でも前向きな動きがみられるようになった。これまでアジア新興国では経済政策に不安定な面があり、それが原因で経済発展の遅れや通貨危機を招いてきた。しかし、近年は総じて、財政赤字の圧縮、低いインフレ率、為替相場のボラティリティ低下など、安定したマクロ経済運営が行われるようになった。これは、経済政策運営のノウハウが蓄積されてきたという

（図表8）アジア新興国の企業活動



（資料）Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

（図表9）個人消費がGDPに占めるシェア



（資料）国連、各国統計をもとに日本総合研究所作成  
（注）ASEAN5はドル建てで統合。

理由だけでなく、政治体制が安定してきたことも大きい。例えば、これまで経済発展が遅れていたインドネシアやフィリピンでは、国民の高い支持を得た大統領が登場し、様々な構造改革が進捗するようになった。こうした政策面の追い風も、アジア新興国の内需拡大を促す一因になっている。

このように、アジア新興国が内需主導型成長に転換しているということは、アジア景気が外的ショックに左右されにくくなったということの意味する。また、わが国からみると、近隣に巨大な消費市場が生まれることになり、中長期的に輸出環境が改善することが期待できる。わが国の輸出構造も、これまで主力だった資本財・生産財だけでなく、消費財にも多様化させていくことが求められる。

### (3) 中国の牽引力が低下

上述のように、新興国経済は堅調な成長が期待できるものの、中国だけは例外である。2018年以降の中国の成長率は、6%台前半に向けて徐々に減速する見通しである。

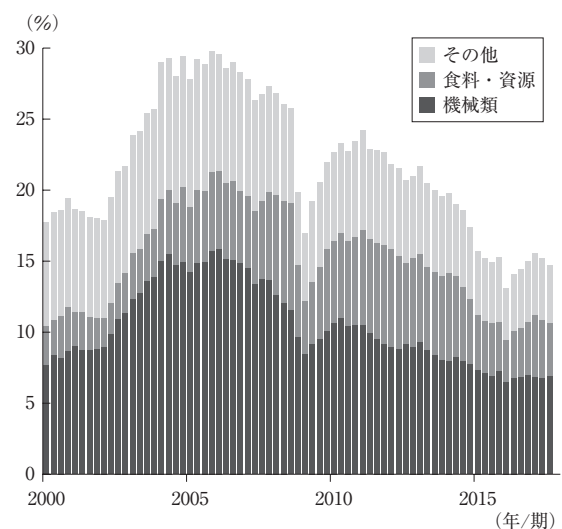
2017年前半には成長率が加速したものの、不動産市場の過熱や素材産業などの過剰生産問題を再発させたため、政府は決してこれを歓迎していない。すでに政府は政策スタンスを景気下支え体制から構造調整寄りにシフトさせ、景気過熱にブレーキをかけようとしている。その効果は徐々に表れており、2017年の夏場から各種経済指標に景気減速のシグナルがみられるようになった。

一方で、政府は、景気失速に細心の注意を払う姿勢は変えていない。中国経済は、不良債権問題、過剰生産能力、過熱気味の不動産市場など大きな構造問題を抱えているため、景気失速を懸念する声は強い。しかし政府は、構造調整だけでなく安定成長も重視しているため、景気失速の兆しが表れたら、即座に景気下支え策を講じると予想される。したがって、構造調整色を強めていく過程で成長ペースは低下するとはいえ、景気失速は回避され、持続可能な成長ペースに軟着陸していくというのがメインシナリオになる。

もっとも、短期的な景気下振れリスクとは別に、長い目で見て中国経済が世界景気を牽引する力が低下傾向にあることには注意が必要である。この背景に、二つの構造変化を指摘できる。

第1に、国内経済の自立化である。中国のGDPに対する財の輸入比率は、2000年代半ばをピークに低下傾向にある（図表10）。食料や資源の輸入比率はそれほど低下していないものの、機械類の輸入比率の低下が顕著である。これは、工業製品の輸入に大きく依存することなく経済を拡大できる体質に変化したことを意味する。この背景として、①先進国企業が製造拠点を中国移転を進めたこと、②中国地場企業の技術力向上により部品・素材が内製化されるようになったこと、③経済のサービス化が進んで財市場のシェアが低下したこと（図表11）、の3点を指摘できる。今後

(図表10) 中国GDPに対する財の輸入比率



(資料) 中国国家统计局、海関総署をもとに日本総合研究所作成



も、中国経済が輸入に依存しない傾向はさらに強まっていくと予想される。

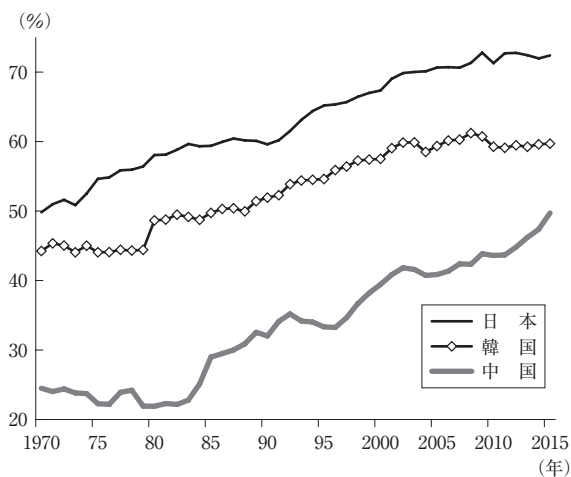
この結果、かつて「爆買い」とも呼ばれた中国の「世界の買い手」としての存在感にはやや陰りが生じつつある。実際、2005年から2016年にかけて、名目GDPは4倍に拡大したものの、輸入比率が半分に低下したため、輸入は2倍にしか増えなかった。当面、中国経済は、減速トレンドのなかでも高めの成長を維持するとみられるが、輸入拡大余力にはあまり期待しない方がいいだろう。足元の輸入比率の上振れも一時的な現象で、再び低下すると考えておく必要がある。

第2に、投資主導型成長から脱却し始めていることである。これまでの投資主導型成長の結果、GDPに占める固定資産投資のシェアが急上昇し、足元では異例の高水準に達している（図表12）。一般的に、新興国の経済発展は投資主導で実現されることが多いため、固定資産投資のシェアが上昇すること自体に問題はない。中国が抱える問題点はその水準の高さである。一般的に、固定資産投資シェアが40%を超えるケースは少ないが、中国の場合はピーク時に45%まで上昇した。これが、過剰生産能力、過剰債務問題、不良債権問題などの原因となった。

しかし、固定資産投資のシェアは2014年から低下に転じている。これは、習近平政権が進める構造調整の一環で、持続可能性のある安定成長を達成するために、固定資産投資の抑制に乗り出したためと考えることができる。もっとも、足元の水準が高いだけに、その調整は長期間を要する。仮に、過去3年間のペースで固定資産投資のシェアが低下していくとしても、適正水準とみられる30%前後に下げるには2030年までかかる。この間は、固定資産投資の成長寄与が期待できないため、中国景気にはマイナスに作用していく。

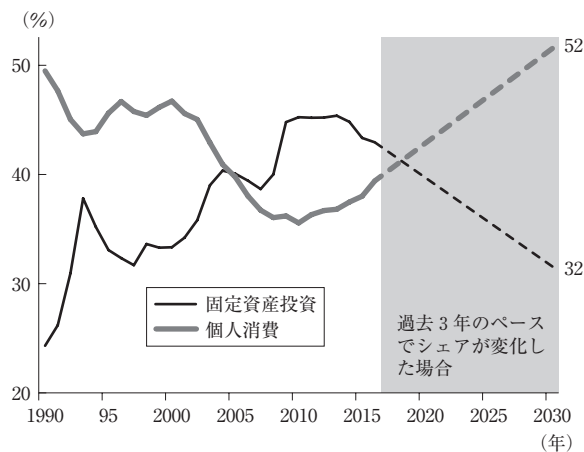
さらに、過剰投資の調整が一気に進むリスクも

（図表11）GDPに占める第3次産業のシェア



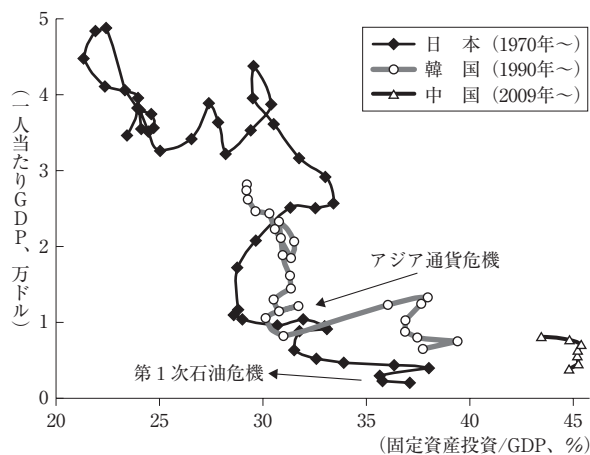
（資料）国連をもとに日本総合研究所作成

（図表12）中国GDPに占める個人消費と固定資産投資のシェア



（資料）中国国家統計局をもとに日本総合研究所作成

（図表13）過剰設備投資の調整プロセス



（資料）国連をもとに日本総合研究所作成

ある。かつて、日本と韓国も過剰投資問題を経験した。その調整は、緩やかなペースで行われたのではなく、短期間で一気に行われた。きっかけとなったのは、日本では第1次石油ショック、韓国ではアジア通貨危機であり、両国とも2～4年という短期間で固定資産投資のシェアを急低下させた（図表13）。両国の経験を踏まえると、中国でも一気に投資調整が起きる可能性を排除できない。何が引き金になるかは現時点で予想が難しいため、政府の安定成長に向けた経済運営が功を奏するというのが、あくまでメインシナリオである。しかし同時に、何らかの外的ショックにより固定資産投資が急減するリスクも念頭に置いておくべきである。

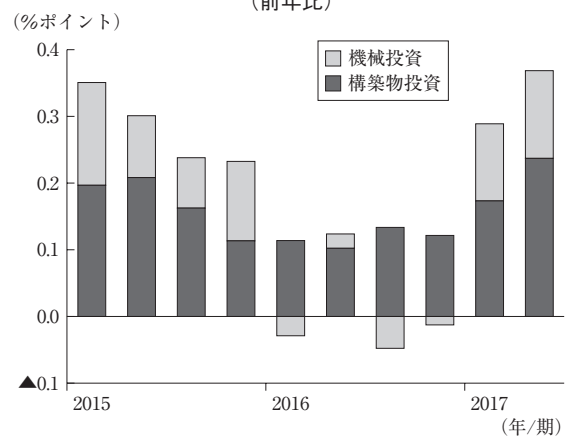
#### (4) 回復する設備投資

一方、世界全体でみた明るい材料としては、中国以外での設備投資の牽引力が高まっていることが挙げられる。IMFの集計によれば、世界のGDP成長率に対する固定資産投資の寄与度は、2017年入り後から上昇傾向にある（図表14）。世界的な需要拡大と企業業績の改善を背景に、新興国でのインフラ投資だけでなく、先進国でも設備投資が積極化していることが背景にある。実際、アメリカのISM製造業景気指数やユーロ圏のPMIは過去のピーク水準に並ぶほどまで改善している。足元の固定資産投資の回復も、米欧の製造業が牽引役の一つになっていると考えられる。

日本からの資本財輸出をみても、アメリカ、欧州、アジアいずれの地域向けも増加基調にある（図表15）。とりわけアメリカからの資本財需要が好調であるため、アメリカの投資活動が活発化していることが示唆される。低迷が続いていたアジア向けも、2016年後半から急ピッチで回復している。品目別にみても、建設機械、工作機械、産業用ロボット、半導体製造装置など、様々な資本財が増加している。世界全体にわたって、投資活動が活発化している様子がうかがえる。

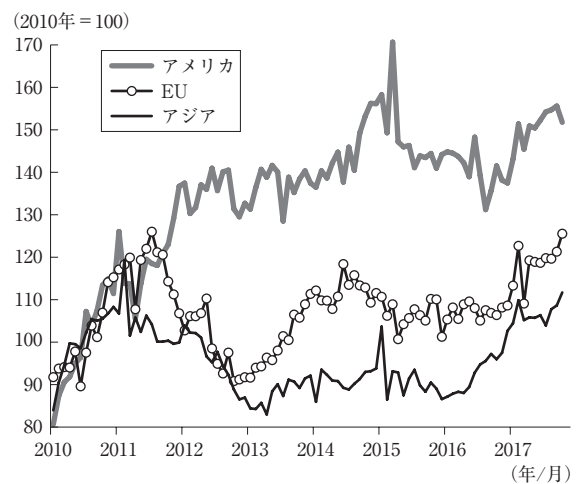
設備投資は一度増え始めるとしばらくは増勢を保つ傾向があるため、当面は設備投資の回復が続くと予想される。また、設備投資の増加余地という点からも、当面は堅調を維持する可能

(図表14) 世界GDP成長率への寄与度  
(前年比)



(資料) IMFをもとに日本総合研究所作成  
(注) 固定資産投資のうち、その他と分類不明は除いた。

(図表15) 日本からの資本財輸出  
(除く輸送機械、実質ベース)



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成

性が高い。GDPに占める民間設備投資の比率をみると、日米欧ともまだ過去のピークを下回っている（図表16）。日本では上限に近づきつつあるため、個人消費や輸出など最終需要が増えない限り、設備投資の増加余地はあまり大きくはない。しかし、アメリカとユーロ圏では、設備投資が伸びる余地はまだ残っているように見える。OECDの分析でも、日米欧では2017年時点でGDP比2～5%分の投資が不足しているとの結果が得られている。先進国を中心に、当面、設備投資はGDPを上回る伸びが続くとみられる。

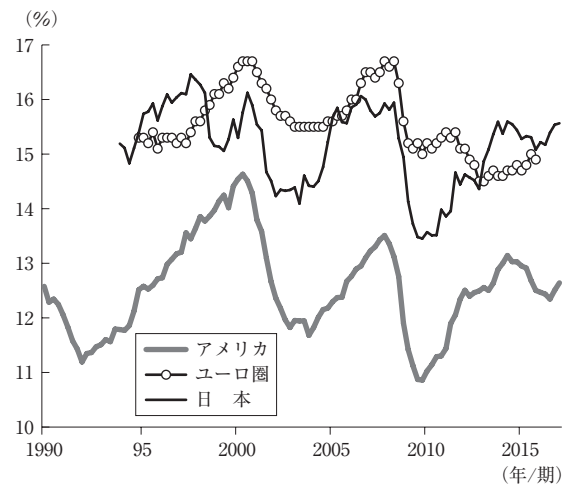
設備投資の持ち直しは、需要・供給の両面から世界経済の成長を押し上げることになる。需要面からは、資本財需要が高まるため、日本、ドイツなどを中心に資本財生産を押し上げる。しかし、より重要なのは、供給面へのプラス影響である。足元の世界経済が低成長に陥ったのは、労働生産性の低下が大きな原因といわれている。そして、労働生産性が低下した一因として、設備投資の低迷によって資本装備率（労働者一人当たりの資本ストック）が低下したことが指摘されている（図表17）。今後の設備投資の持ち直しが資本装備率の上昇につながることであれば、労働生産性の低下にも歯止めがかかる可能性がある。

#### (5) 2018～2019年の世界経済見通し

これまでの分析をもとに、先行きの成長率を予測してみたい。世界経済の実質GDP成長率（購買力平価ベース）は、2017年から2019年にかけて3%台後半のペースを続けると予想される（図表18）。前回（2017年7月）の予測値と比べると、2017年が0.2%ポイントの上方修正、2018年が0.1%ポイントの上方修正となった。過去半年間の景気上振れを2017年の予測値に反映させたものの、先行きの見方に大きな変更はなかった。

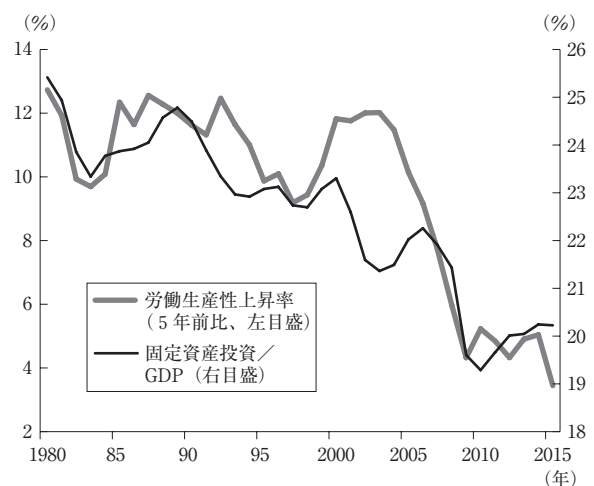
先進国は、2017年は2.2%成長になったものの、2018年以降は徐々に減速していくと予想される。これは、日本とユーロ圏の成長率が低下していくことが主因である。両地域とも、2017年は輸出の拡大に牽引されて高めの成長を達成した。しかし、2018年以降は内外需要ともに持続可能な成長ペースに収束

（図表16）GDPに占める民間設備投資比率



（資料）各国統計をもとに日本総合研究所作成  
（注）ユーロ圏は総固定資本形成。

（図表17）G7の投資比率と労働生産性



（資料）OECD、国連をもとに日本総合研究所作成

していくとみられることから、潜在成長ペースまで減速していくと予想される。一方、アメリカは相対的に高めの成長を続ける公算が大きい。2018年には、当初想定より規模を縮小させながらも財政政策が発動されるため、成長率が上振れる見込みである。財政拡大効果が一巡する2019年も、民間需要の下支えにより2%成長を維持すると予想される。ブレグジットのマイナス影響が残るイギリスは、2018年までは成長が加速しにくい状態が続くものの、離脱交渉の方向感が明らかになる2019年には成長ペースが持ち直すと見込まれる。

新興国は成長率が緩やかに高まっていく姿を想定している。もちろん、新興国全体が加速するわけではない。先述した通り、新興国GDPの3割を占める中国は、政府のコントロール下で成長率は中長期的に減速していく。世界的なIT需要が鈍化するため、NIEsの成長率も低下すると予想される。その一方で、資源国がマイナス成長から脱し、プラス成長が定着するようになる。また、内需拡大が本格化するインド、インドネシアなどの成長率が徐々に高まり、中国に続いて世界経済の牽引役としての役割を担うようになる。総じてみれば新興国は底堅い成長が続き、消費を中心とした国内需要が着実に拡大していくと予想される。

以上のように、ほぼすべての地域が回復を続けるものの、世界全体の成長ペースは2000年代に比べると緩やかにとどまる見込みである(図表19)。このように、今回の景気回復局面は、過熱感を伴わない「適温経済」であることが大きな特徴といえる。これは、低めの成長ペースで好況感がなかなか実感できないという負の側面がある一方、景気拡大が長期間持続するというプラス面も期待できる。景気回復に勢いがつくと、どうしても調整に転じる力が働きやすくなる。しかし、景気が過熱しなければ、後退に転じる圧力の蓄積も少なくすむ。ちなみに、このまま景気回復が続けば、日本では2019年1

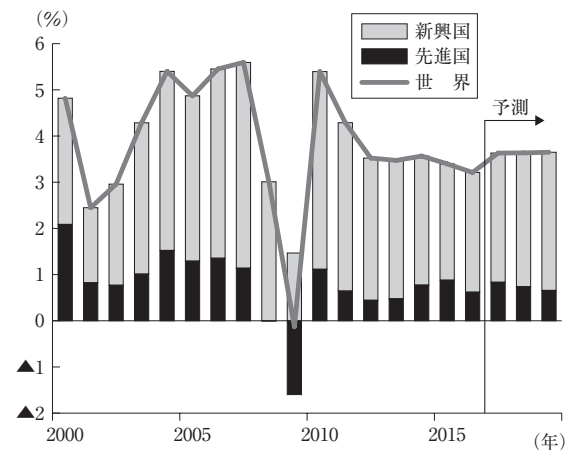
(図表18) 世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)

	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
世界計	3.2	3.6	3.7	3.7
先進国	1.7	2.2	2.0	1.8
アメリカ	1.5	2.3	2.4	2.0
ユーロ圏	1.8	2.3	1.8	1.7
イギリス	1.8	1.5	1.3	1.5
日本	0.9	1.8	1.3	1.1
新興国	4.2	4.5	4.7	4.8
BRICs	5.2	5.8	5.7	5.8
中国	6.7	6.8	6.4	6.3
インド	7.1	6.7	7.4	7.5
NIEs	2.3	2.8	2.4	2.4
韓国	2.8	2.9	2.6	2.6
台湾	1.5	2.5	2.0	2.1
香港	2.0	3.6	2.4	2.4
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.4
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.5
タイ	3.2	4.0	3.9	3.9
マレーシア	4.2	5.8	5.2	4.9
フィリピン	6.9	6.6	6.8	6.9
ベトナム	6.2	6.7	6.3	6.4

(資料) IMF、各国統計をもとに日本総合研究所作成  
 (注1) 世界193カ国。先進国は、IMFの分類からNIEsを除く。具体的には、アメリカ・日本・ユーロ圏(19カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど35カ国。先進国以外を新興国とした。  
 (注2) 地域は購買力平価ベース。  
 (注3) インドのみ年度ベース(当年4月～翌年3月)。

(図表19) 実質GDP成長率の寄与度



(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総合研究所作成

月に、アメリカでは2019年7月に、それぞれ戦後最長の景気回復期間を更新する見込みである。

### 3. リスク要因は金融政策正常化

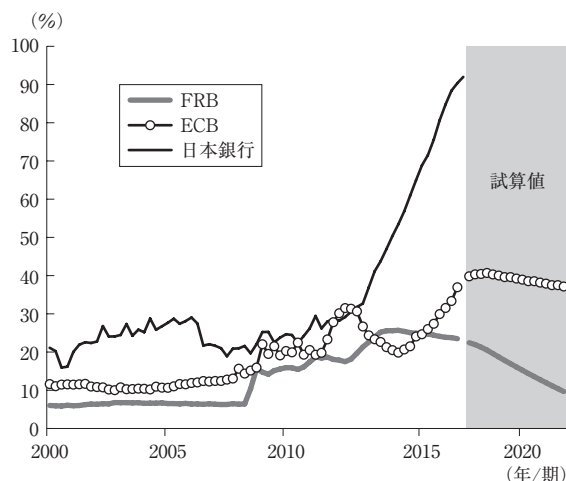
最後に、向こう2年間で展望したときのリスク要因を指摘しておきたい。先行きの景気下振れリスクとしては、トランプ政権の保護主義強化による世界的な貿易取引の減少、中国景気の失速、世界的な半導体需要の減少、欧州での政治不安など、様々な状況が考えられる。もっとも、蓋然性という意味でいえば、いずれも世界経済にとって差し迫ったリスクとは言い難い。適温経済下にある今回の景気回復局面は、あまり大きな下振れリスクが見あたらないことも一つの特徴といえる。

しかし、成り行きが予想しにくいという意味で一つ挙げるとしたら、金融政策面からの下振れリスクには注意が必要である。先述の通り、米欧の金融政策は大きな転換点を迎えている。これは、世界の金融市場に二つの変化をもたらす。第1に、量的緩和政策の見直しの過程で中央銀行のバランスシートが変化するため、それに連動して金融市場でポートフォリオ・リバランスを引き起こす。中央銀行の資産規模縮小はアメリカですでに進行中であり、ユーロ圏でもいずれ開始されるとみられる(図表20)。第2に、量的緩和縮小の次のステップとして、政策金利も本来あるべき水準に向けて引き上げられる。これもアメリカではすでに着手済みであり、ユーロ圏でも2019年に始まる可能性がある。これらの結果、世界経済は二つの下振れリスクを抱えることになる。

第1に、金利上昇による米欧の景気失速リスクである。FRB・ECBともに量的緩和政策の手段として国債を購入しているため、国債市場における中央銀行の保有シェアは高くなっている(図表21)。今後、中央銀行が資産規模を抑制・縮小させる結果、国債市場における中央銀行のプレゼンスが徐々に低下するため、需給面から長期金利に上昇圧力がかかることになる。当然、政策金利の引き上げも、長期金利の押し上げ要因として働く。

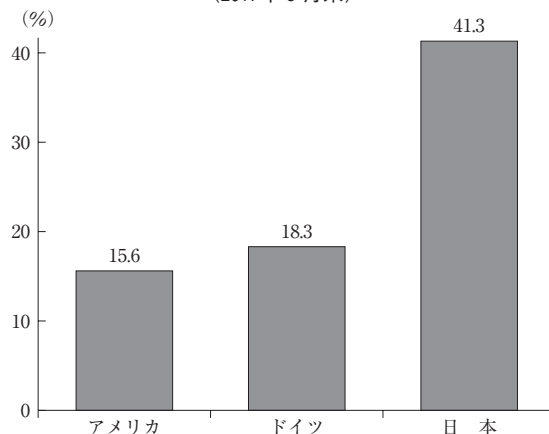
一般的に、長期金利は実質金利と期待インフレ率の和で表される。実質金利は期待成長率で近似できるが、先進国の期待成長率は、労働生産性や労働力人口の伸び率が鈍化して、以前より低下し

(図表20) 中央銀行の資産残高 (GDP比)



(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成  
(注) 試算値は、足元の成長率を維持しつつ、各中央銀行の計画通りに資産規模をコントロールしたケース。

(図表21) 国債市場における中央銀行保有シェア (2017年6月末)



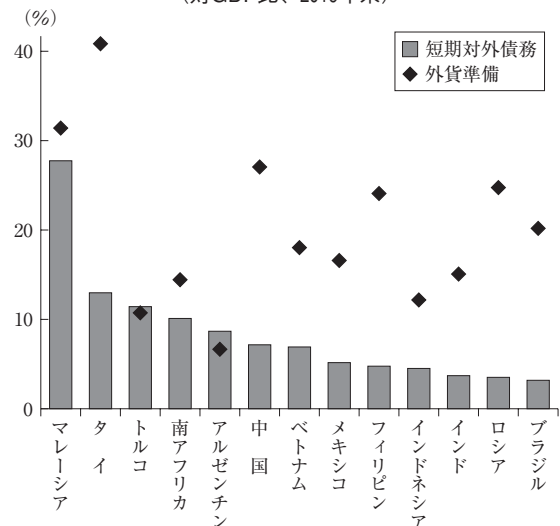
(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総合研究所作成  
(注) ドイツの分母は2016年末の一般政府債務残高のため、過少推計になっている可能性がある。

たといわれている。またインフレ率も、労働需給の改善が進むなかでも、各国中央銀行のシナリオ通りには上昇していない。そのため、本来あるべき長期金利の水準は、意外と低いという可能性も考えられる。こうした状況下で長期金利に上昇圧力がかかると、实体经济に想定以上の引き締め効果をもたらす恐れもある。

第2に、国際的なマネーフローの変化を通じて、新興国景気にマイナス影響を及ぼす可能性である。新興国の外貨準備は総じて潤沢であるため、通貨危機が起きにくい構造にある(図表22)。20年前に通貨危機を経験したタイでは、GDP比で40%を超える外貨準備を持つようになった。もっとも、一部の国では短期対外債務比率が高くなっているため、注意が必要である。例えば、マレーシア、トルコ、アルゼンチンなどは、外貨準備とほぼ同水準の短期対外債務を抱えている。米欧での金融政策正常化をきっかけに資金流出が起きれば、自国通貨安や金利上昇を通じて、国内経済に大きなマイナス影響が表れるかもしれない。

もちろん、米欧の中央銀行は、これらのリスクは十分に承知している。そのため、内外の様々な経済指標に目を配りながら、慎重なペースで出口戦略を進めると予想される。そう簡単に危機的な状況に陥ることにはならないだろう。しかし、量的緩和を含む大規模金融緩和政策からの撤退は歴史上初めての試みであり、実際にどのような影響が表れるかは、やってみるまで分からないというのが正直なところである。各国とも需給ギャップの解消が進み、景気のピーク越えの可能性が意識されているだけに、家計・企業のマインドを慎重化させるきっかけにもなりかねない。いずれにせよ、金融緩和効果が徐々に減衰していくことは紛れもない事実であるため、不測の事態には注意しておく必要がある。

(図表22) 新興国の対外債務と外貨準備  
(対GDP比、2016年末)



(資料) IMF、世界銀行をもとに日本総合研究所作成

(2017. 12. 8)